

美联储正式版 QE3：可能“引而缓发”

✍ 闻岳春 执业证书编号：S1230511010018
☎ 021-64716089
✉ wenyuechun@stocke.com.cn

本报告导读：

- 美联储主席伯南克透露QE3正在讨论中，尚未作出决定
- 正式版QE3马上推出的必要条件：4+1
- 目前美国QE3马上推出时机不成熟：4+1条件分析
- 结论：目前美国正式版QE3马上推出时机不成熟
- 短期看，美联储正式版QE3：可能“引而缓发”

投资要点：

- 引子：美联储主席伯南克透露 QE3 正在讨论中，尚未作出决定
- 正式版 QE3 马上推出的必要条件：4+1
- 目前美国 QE3 马上推出时机不成熟：4+1 条件分析
- 要求 GDP 增长比较低：去年 4 季经济增速首次预估值年增 2.8% 为去年全年表现最好的季增。不是很符合经济增长较低的条件
- 要求利率比较低：符合
- 要求通胀比较低：虽勉强基本符合，但有走高的隐忧。美联储青睐的通胀指标——PCE 物价指数 2011 年 4 季度降到一年最低位，环比年增 0.7%，远低于其目标 2.0%，但要警惕的是 CPI 月同比在 2011 年 9 月走高到 3.9%，12 月虽已回落到 3%，但远高于 2.0%
- 要求失业率比较高：符合
- 要求“美元指数”相对比较高：基本符合
- 结论：目前美国正式版 QE3 马上推出时机不成熟

相关报告

- 1《中东欧国家银行业引进境外战略投资者的经验与启示》2012.01.19
- 2《中国创业板上市公司治理与绩效的实证研究》2012.01.08
- 3《最近几年中国国际收支的新变化及其应对》2011.12.24
- 4《美元指数今年迄今 73—81 之间震荡走势类 W 预计 2012 年核心波动区间在 75—90 之间》2011.12.18
- 5《欧元财长就 EFSF 扩容、放行 80 亿欧元援希款、尽快扩大 IMF 资金援助欧债达成一致，但作用可能有限》2011.11.30
- 6《欧债仍主导全球风险资产市场，欧元债券设想短期难以实现、但进程有望加快、时间有望提前》2011.11.27
- 7《意大利成欧债危机“新风暴眼”：信心缺失、过度担忧或有望改善》2011.11.14
- 8《欧洲央行降息“保增长”虽属意外但又合情理：经济增速放缓将大于物价上涨风险》2011.11.06
- 9《欧债危机解决三大共识基本达成 美经济仍很缓慢复苏、3 季 GDP 增长 2.5% 为 1 年来最高》2011.10.30
- 10《民间借贷健康发展的根本之道：金融深化、创新、放松管制与加强金融监管、防范风险结合》2011.10.23

报告撰写人： 闻岳春
数据支持人： 闻岳春





正文目录

美联储正式版 QE3: 可能“引而缓发”	3
1. 引子: 美联储主席伯南克透露 QE3 正在讨论中, 尚未作出决定	3
2. 正式版 QE3 马上推出的必要条件: 4+1	3
3. 目前美国 QE3 马上推出时机不成熟: 4+1 条件分析	3
3.1 要求 GDP 增长比较低: 去年 4 季经济增速首次预估值年增 2.8% 为去年全年表现最好的季增。不是很符合经济 增长较低的条件	3
3.2 要求利率比较低: 符合	4
3.3 要求通胀比较低: 虽勉强基本符合, 但有走高的隐忧。美联储青睐的通胀指标——PCE 物价指数 2011 年 4 季 度降到一年最低位, 环比年增 0.7%, 远低于其目标 2.0%, 但要警惕的是 CPI 月同比在 2011 年 9 月走高到 3.9%, 12 月虽已回落到 3%, 但远高于 2.0%	5
3.4 要求失业率比较高: 符合	6
3.5 要求“美元指数”相对比较高: 基本符合	7
3.6 结论: 目前美国正式版 QE3 马上推出时机不成熟	9

图表目录

图 1: 美国去年 4 季经济增速首次预估值年增 2.8% 虽略低于 3% 的预期, 但明显快于 3 季的 1.8%, 为去年全年表现 最好的季增, 也是自 2010 年 2 季度来的最快季度增长。也比 2009 年 1 季度 GDP 最终值 -6.7%、2010 年 4 季度的 2.3%、2011 年 3 月的 0.4% 好得多	4
图 2: 美联储 1 月 25 日宣布将把联邦基金利率维持在零至 0.25% 的超低区间至少到 2014 年下半年, 以刺激美国经济 复苏	4
图 3: 美国利率调整: 最近三次加息周期中首次加息都是在失业率不高于 6.6%、核心个人消费支出平减指数不低于 1.9% 情况下启动	5
图 4: 美联储青睐的通胀指标——个人消费支出(PCE)物价指数第四季度降到一年最低位, 环比年率增长 0.7%, 远低 于美联储目标 2.0%。短期内美国通胀概率较小, 为 QE3 推出提供一定的空间	5
图 5: 美国 PCE 当月同比 2011 年 8、9 月上升到 2.9% 后缓慢下降, 12 月为 2.4%; 核心 PCE 当月同比则从 2011 年 1 月 1.0% 上升到 12 月的 1.8%	6
图 6: 美国 CPI 当月同比与环比在 2011 年 9 月、7 月分别走高到 3.9%、0.5% 后, 12 月已分别回落到 3%、0; 核心 CPI 当月同比去年 11 月回升到 2.2% (12 月持平为 2.2%), 为 08 年 11 月来最高, 环比在 12 月下降 0.1% (从 1991 年来历年数据看, 12 月基本上环比下降多, 仅少数年份为 0)	6
图 7: 美国就业市场有改善迹象。去年 12 月份美国非农业部门失业率较前月微降 0.2 个百分点, 降至 8.5%, 为连续 第 4 个月下降, 降至 09 年 2 月 8.2% 来的最低	6
图 8: 美国 12 月美国整体就业人口为 1.5389 亿, 略低于前月的 1.5394 亿, 总失业人数降至 1310 万人	7
图 9: 美元指数相对比较高	8





美联储正式版 QE3: 可能“引而缓发”

1. 引子: 美联储主席伯南克透露 QE3 正在讨论中, 尚未作出决定

美国联邦储备委员会在当地时间 1 月 25 日宣布, 将把联邦基金利率维持在零至 0.25% 的超低区间至少到 2014 年下半年, 以刺激美国经济复苏。美联储还表示, 将延续去年 9 月份宣布的对其资产负债表进行“卖短买长”的“扭转操作”的调仓决定。此外, 还将延续把到期的机构债务和机构抵押贷款证券的本金进行再投资的政策。

美联储主席伯南克当天在一个新闻发布会上表示, 新一轮的债券购买计划 (即第三轮量化宽松政策, QE3) 正在讨论之中, 但尚未作出决定。

不少机构预测今年美联储将推出 QE3。一些机构学者纷纷给出对于美联储 QE3 的看法。摩根士丹利经济学家预计, 美联储将于今年 3-6 月间推出 QE3, 预计规模为购买 5000 亿-7500 亿美元的国债和抵押债券。花旗集团则认为, 如果美联储认为美国经济需要另一轮货币宽松, 可能会开出一个 7000 亿到 1 万亿美元之间的价格标签。

2. 正式版 QE3 马上推出的必要条件: 4+1

伯南克实践量化宽松理论的四个重要因素是 GDP 增长 (比较低)、利率 (比较低)、通胀 (比较低)、失业率 (比较高)。当这四个因素达到临界值时, 量化宽松就会被启动。

另外, 可能还要考虑实践的因素: “美元指数”——应该相对比较高。

QE1: 2009 年第一季度 GDP 初值-0.6% (最终值-6.7%); 0-0.25% 的历史最低利率, 仅为 0.4% 的通胀率; 2 月创 25 年新高的 8.1% 的失业率 (后来修正后为 8.2%) 等一系列被美国白宫定义为看不到一点正面信息的数据, 成为了美联储第一次启动量化宽松政策时的背景。2009 年 3 月 19 日, 在议息会议之后美联储开动了印钞机。此后 14 天, G20 伦敦峰会召开, 天量的流动性随之而来。

QE2: 历史往往有惊人的相似之处。19 个月后, 美国经济的情况似乎又一次逼近了这个临界点。

“美国经济增长的步伐仍然太缓慢, 就业市场恢复极其缓慢制约了消费开支, 企业没有像预期的那样大量投资, 目前通胀率太低。”就在伯南克发出行动口号的当天, 他也说出了自己行动的原因。11 月 2 日-3 日的美联储会议已成为了按下启动量化宽松按钮的最好时间点, 巧合的是, 此后 8 天, G20 首尔峰会又将召开。

3. 目前美国 QE3 马上推出时机不成熟: 4+1 条件分析

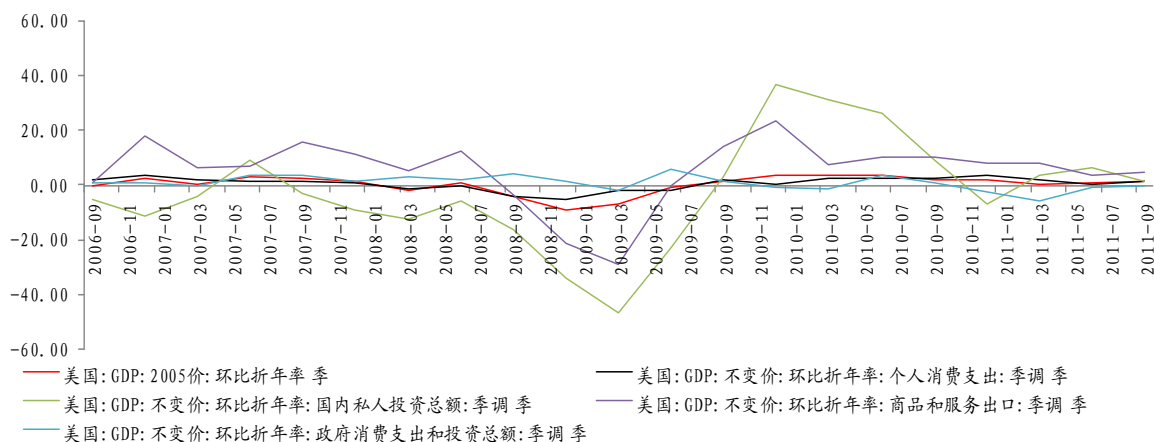
3.1 要求 GDP 增长比较低: 去年 4 季经济增速首次预估值年增 2.8% 为去年全年表现最好的季增。不是很符合经济增长较低的条件





去年 4 季经济增速首次预估值年增 2.8%虽略低于 3%的预期,但明显快于 3 季的 1.8%,为去年全年表现最好的季增,也是自 2010 年 2 季度来的最快季度增长。

图 1:美国去年 4 季经济增速首次预估值年增 2.8%虽略低于 3%的预期,但明显快于 3 季的 1.8%,为去年全年表现最好的季增,也是自 2010 年 2 季度来的最快季度增长。也比 2009 年 1 季度 GDP 最终值-6.7%、2010 年 4 季度的 2.3%、2011 年 3 月的 0.4%好得多



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

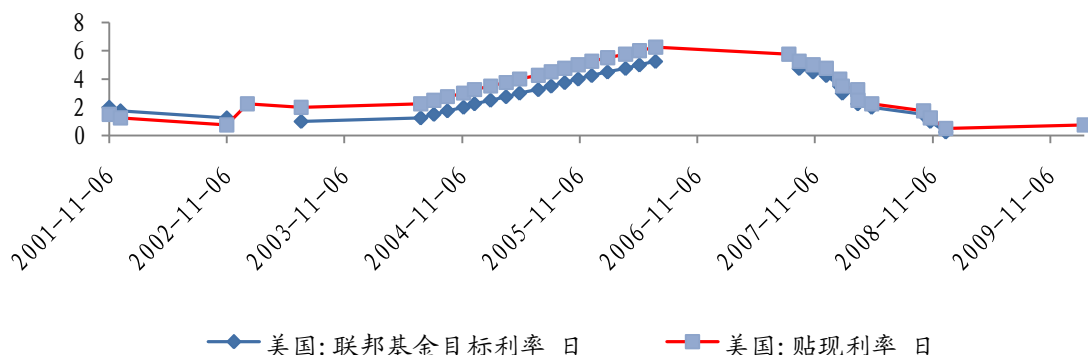
美国去年 4 季经济增速不如预期。美国商务部 1 月 27 日公布的报告显示,去年第四季度美国实际国内生产总值首次预估值按年率计算增长 2.8%,略低于 3%的市场预期。不过,去年第四季度美国经济增速明显快于第三季度的 1.8%,为 2011 年全年表现最好的季度增长,也是自 2010 年 2 季度来的最快季度增长。也比 2009 年 1 季度 GDP 最终值-6.7%、2010 年 4 季度的 2.3%、2011 年 3 月的 0.4%好得多。

虽然美国经济增长形势虽然还不错,但是依然存在隐忧。

3.2 要求利率比较低: 符合

美联储 1 月 25 日宣布将把联邦基金利率维持在零至 0.25%的超低区间至少到 2014 年下半年,以刺激美国经济复苏。

图 2: 美联储 1 月 25 日宣布将把联邦基金利率维持在零至 0.25%的超低区间至少到 2014 年下半年,以刺激美国经济复苏

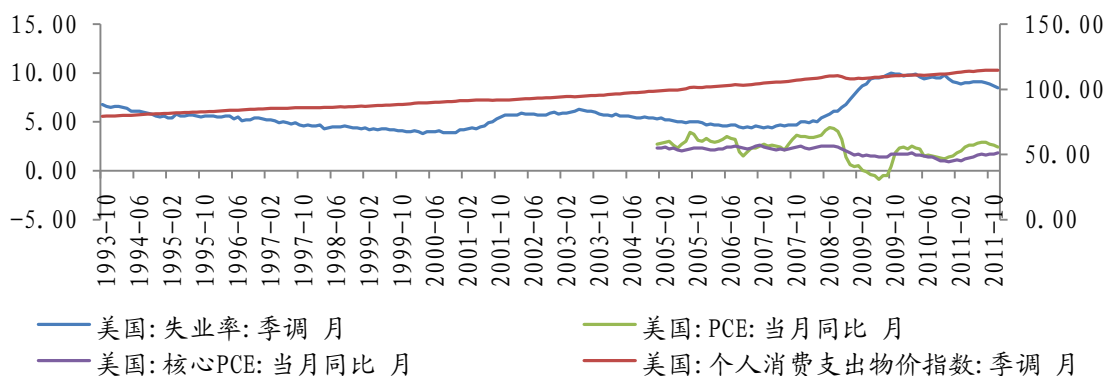


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。





图 3：美国利率调整：最近三次加息周期中首次加息都是在失业率不高于 6.6%、核心个人消费支出平减指数不低于 1.9%情况下启动

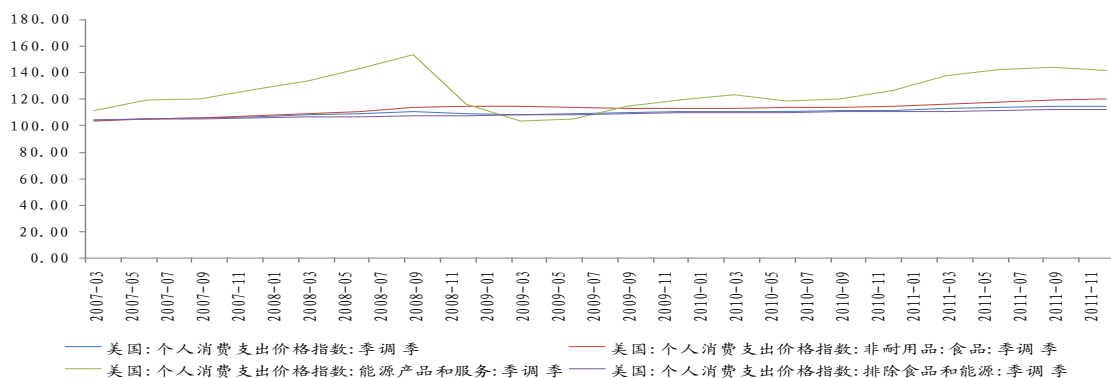


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

3.3 要求通胀比较低: 虽勉强基本符合, 但有走高的隐忧。美联储青睐的通胀指标——PCE 物价指数 2011 年 4 季度降到一年最低位, 环比年增 0.7%, 远低于其目标 2.0%, 但要警惕的是 CPI 月同比在 2011 年 9 月走高到 3.9%, 12 月虽已回落到 3%, 但远高于 2.0%

美联储青睐的通胀指标——个人消费支出 (PCE) 物价指数 2011 年第四季度降到一年最低位, 环比年率增长 0.7%, 远低于美联储目标 2.0%。短期内美国通胀概率较小, 为 QE3 推出提供一定的空间。但是 CPI 当月同比在 2011 年 9 月走高到 3.9%, 12 月虽然已回落到 3%, 但远高于 2.0%。

图 4：美联储青睐的通胀指标——个人消费支出(PCE)物价指数第四季度降到一年最低位, 环比年率增长 0.7%, 远低于美联储目标 2.0%。短期内美国通胀概率较小, 为 QE3 推出提供一定的空间

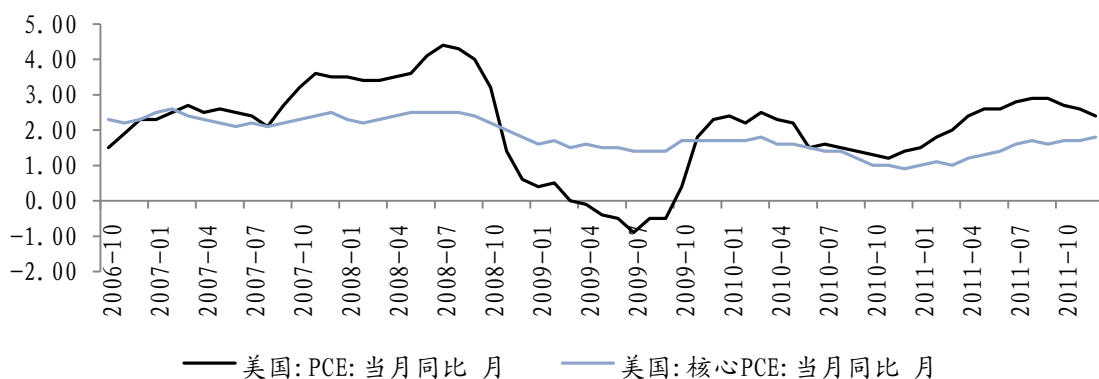


资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。



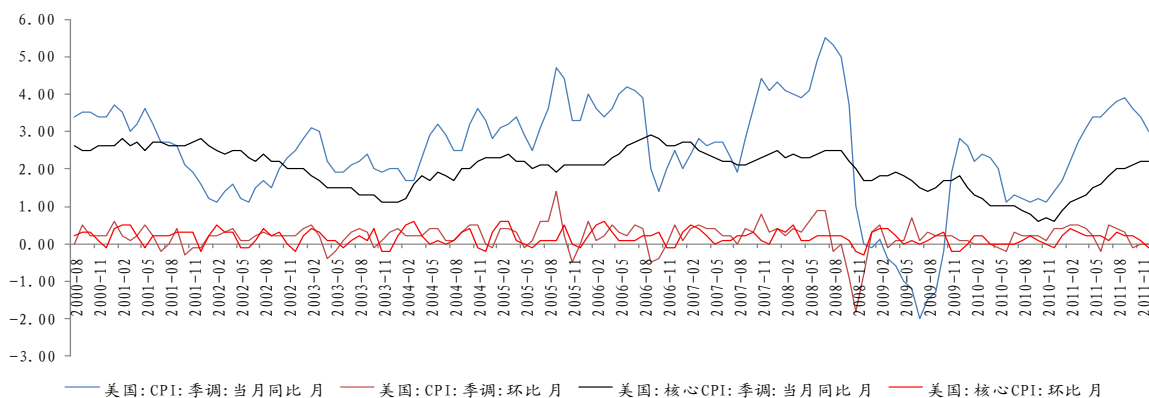


图 5：美国 PCE 当月同比 2011 年 8、9 月上升到 2.9% 后缓慢下降，12 月为 2.4%；核心 PCE 当月同比则从 2011 年 1 月 1.0% 上升到 12 月的 1.8%



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

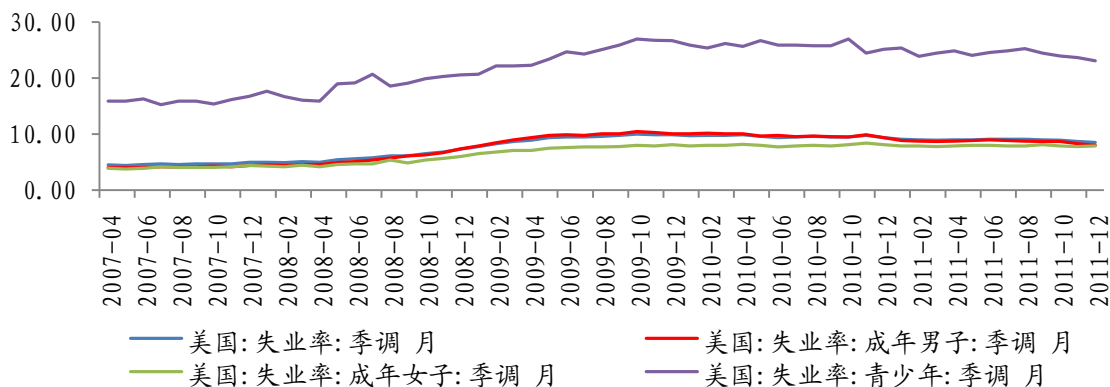
图 6：美国 CPI 当月同比与环比在 2011 年 9 月、7 月分别走高到 3.9%、0.5% 后，12 月已分别回落到 3%、0；核心 CPI 当月同比去年 11 月回升到 2.2%（12 月持平为 2.2%），为 08 年 11 月来最高，环比在 12 月下降 0.1%（从 1991 年来历年数据看，12 月基本上环比下降多，仅少数年份为 0）



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

3.4 要求失业率比较高：符合

图 7：美国就业市场有改善迹象。去年 12 月份美国非农业部门失业率较前月微降 0.2 个百分点，降至 8.5%，为连续第 4 个月下降，降至 09 年 2 月 8.2% 来的最低

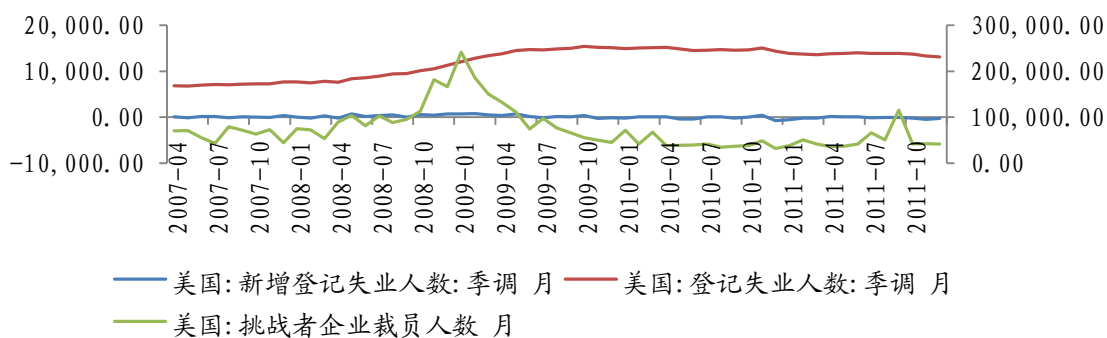


资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。





图 8: 美国 12 月美国整体就业人口为 1.5389 亿, 略低于前月的 1.5394 亿, 总失业人数降至 1310 万人



资料来源: Winds 资讯, 浙商证券研究所。

美国失业率 2008 年 12 月到 7.3%, 2009 年 1 月、2 月到 7.8%、8.2%, 之后一直居高不下, 最高到 10.1%, 2011 年 3 月尽管下滑到 8.9%, 但是 4 月又上升到 9.0%, 6-8 月为 9.1%, 近期有改善迹象, 12 月为 8.5%, 但是离金融危机前平均的 6% 多还有很大的距离。

美国劳工部今年 1 月 6 日公布的数据显示, 去年 12 月份美国非农业部门失业率较前月微降 0.2 个百分点, 降至 8.5%。这是美国非农业部门失业率连续第四个月下降, 降至 2009 年 2 月份 8.2% 以来的最低, 显示美国就业市场有改善迹象。

数据显示, 12 月份美国非农部门共新增就业岗位 20 万个, 为自 2011 年 9 月份以来的最好表现。具体来看, 当月私营部门新增就业岗位 21.2 万个, 而美国各级政府部门减少就业岗位 1.2 万个。在年底的消费旺季, 美国服务行业往往会增加雇员, 当月运输和仓储业增加雇员 5 万人, 其中快递业增加 4.2 万人; 零售业增加雇员 2.8 万人, 其中有 1.1 万个新增就业岗位是在服装零售业; 餐饮酒店业当月新增 2.4 万个就业岗位; 近年来一直是美国就业增长点的医疗保健行业当月新增 2.3 万个就业岗位; 制造业就业岗位增加 2.3 万个。

数据还显示, 过去一年中非农部门共新增就业岗位 160 万个, 其中私营部门新增就业岗位 190 万个, 各级政府部门减少就业岗位近 30 万个。

数据显示, 美国整体就业人口为 1.5389 亿, 略低于前月的 1.5394 亿, 总失业人数降至 1310 万; 其中失业时间超过 27 周的长期失业者总数为 560 万, 占全国总失业人口的比例为 42.5%。劳工部同时修正了前两个月新增就业岗位数据, 11 月份新增就业岗位数从 12 万下调至 10 万, 10 月份新增就业岗位数从 10 万上调至 11.2 万。并将去年 11 月份非农业部门失业率上调至 8.7%。**当月美国失业率降低的另一个原因是有约 5 万寻找就业岗位的求职者放弃求职, 而成为自愿失业人群, 因而不纳入失业者统计范围。**当月美国劳动参与率仍为 64.0%, 显示美国就业市场压力依然存在。

白宫经济顾问委员会主席阿兰·克鲁格在劳工部发布失业率数据后表示, 美国失业率在过去一年中已下降 0.9 个百分点, 私营部门已连续 22 个月新增就业岗位, 共创造了 320 万个就业岗位, 但是美国还需要强劲的经济增长来创造更多就业岗位。

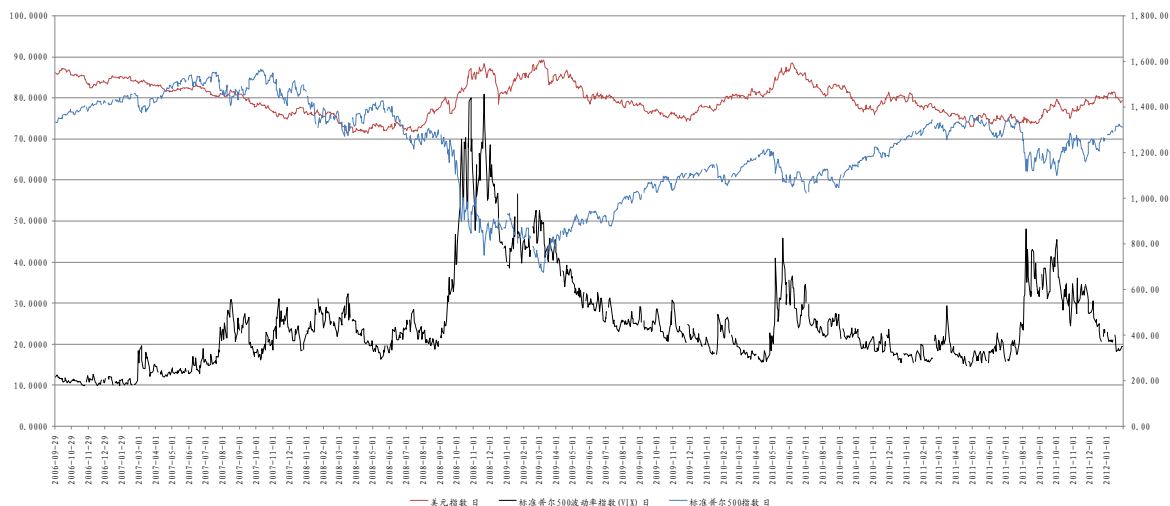
克鲁格认为, 美国月度失业率数据常有波动和修正, 因而不要过于看重单月数据, 而应关注劳动力市场中长期变化趋势。

3.5 要求“美元指数”相对比较高: 基本符合





图 9：美元指数相对比较高：2012 年 1 月 13 日反弹到 81.45



资料来源：Winds 资讯，浙商证券研究所。

2009 年 3 月 18 日，美联储宣布将在半年内买进最多 3000 亿美元的较长期国债，并将另购入至多 7500 亿美元的抵押贷款支持证券。一石激起千层浪，对滥印货币的忧虑直接转换成美元的贬值压力，美元指数（1 月到 3 月在 80-近 90 点）从 3 月份的 85 左右一路暴跌至 11 月份的 74 附近。

2009 年底开端，2010 年年初到 5 月不断发展、蔓延、升级的希腊——欧洲债务危机则引发美元大幅升值，到 2010 年 6 月 7 日升至年内最高点 88.49。美联储在 2010 年 8 月 10 日的议息会议后发表声明中称，美国经济的复苏步伐已在近几个月来放缓。美联储将基准利率维持在历史最低点的 0 至 0.25% 的水平，符合市场预期（前值 0-0.25%；市场预期 0-0.25%），并表示将购买更多国债以刺激经济复苏。此后美元指数迅速下行。8 月下旬到 2010 年 11 月初，美元指数下跌了近 7%。如果从 2010 年 6 月的高点算起则跌了近 13%。

美联储在结束为期两天的利率会议后于北京时间 2010 年 11 月 4 日凌晨宣布，启动第二轮定量宽松计划，将在 2011 年第二季度前采购 6000 亿美元的债券，每个月的采购额约为 750 亿美元同时，宣布维持 0-0.25% 的基准利率区间不变，此举基本符合市场预期。另外，FOMC 还指令纽约联储 Desk 继续将来自购买机构债和机构抵押贷款支持证券的收益再投资于较长期国债。Desk 预计在明年第二季度结束前再投资 2500 亿至 3000 亿美元。两者相加，Desk 预计在 2011 年第二季度结束前总计将采购 8500 亿至 9000 亿美元的较长期国债证券，每个月的平均采购额约为 1100 亿美元，其中约 750 亿美元与新的国债采购计划有关，而约 350 亿美元的采购与收益的再投资有关。联储保持了“相当长时间内”维持低利率政策的措辞，并预计经济复苏将维持令人失望的缓慢速度。

但是，因为“利空出尽变利好”及欧债危机深化、扩大化、买入美元避险等原因，美元指数从 2010 年 11 月 4 日的 75.85 点起步，升至 2011 年 1 月 7 日的 81.14，然后下跌。2010 年初至 4 月 29 日，美元指数（收盘 73.03）下跌 7.76%，到 10 月 3 日反弹到 79.61，又反弹了 9%。10 月 27 日又回到 74.97，因为欧债危机进一步深化、美国经济数据相对比较好等原因，美元指数反弹，到 2012 年 1 月 13 日反弹到 81.45。





3.6 结论：目前美国正式版 QE3 马上推出时机不成熟

正式版 QE 马上推出的必要条件为：4+1。伯南克实践量化宽松理论的四个重要因素是 GDP 增长（比较低）、利率（比较低）、通胀（比较低）、失业率（比较高）。当这四个因素达到临界值时，量化宽松就会被启动。另外，可能还要考虑实践的因素“美元指数”——应该相对比较高。从上面 5 个因素看。

（1）要求 GDP 增长比较低：去年 4 季经济增速首次预估值年增 2.8% 为去年全年表现最好的季增。不是很符合经济增长较低的条件

（2）要求利率比较低：符合

（3）要求通胀比较低：虽勉强基本符合，但有走高的隐忧

（4）要求失业率比较高：符合

（5）要求“美元指数”相对比较高：基本符合

所以，综合看，正式版 QE3 马上推出的必要条件没有完全满足（条件 1 与 3），马上推出时机不成熟。

目前看来，不能排除正式版 QE3 这种可能性。但是，因为考虑到美国经济在各主要行业都在“温和复苏”，所以即使有三轮宽松，额度上肯定大大减少：肯定少于 QE1 的 1.7 万亿以上的国债购买，也应该少于 QE2 的计划 8500 亿—9000 亿美元的国债购买。

2012 年而言，欧债危机仍然是最有可能推动美元阶段性走强的潜在因素，其他如伊朗、韩国、朝鲜冲突，伊拉克、阿富汗等地缘政治、经济危机在短期内也有可能促使美元走强。

危机或冲击性事件往往是美元走强的短暂因素。2012 年值得持续关注的主要仍然是欧债危机动向，亟待建立一种短期、中长期结合的标本兼治的机制。2—4 月份即将迎来欧债大量到期，欧元区局势恶化依然有可能冲击全球金融市场，要警惕巨大“利空”曝出。

短期看，美联储正式版 QE3：可能“引而缓发”。关键取决于美国经济本身、欧债危机与经济走势，地缘政治、经济危机在一定程度上也会起到一定的影响。

而且，QE1 和 QE2 均“不尽人意”，特别是 QE2 还使得其他国家压力加大，又为 QE3 的推出设置了一定的阻力，再加上美联储内部的分歧，所以虽然市场上对 QE3 的憧憬不断升温，但 QE3 的推出还需时日。

同时，实质上，美联储并未变更过货币宽松的态度，持续地借此抬高资产价格，刺激生产和消费。效果上，QE1 将华尔街的金融公司从破产边缘拉了回来，然而未能彻底转变经济困境，QE2 也只能视为治标不治本的“猛药”。我们认为，在目前美国经济喜忧参半的背景下，QE3 恐将“引而缓发”，然而宽松货币政策应为未来一段时间内美联储政策的主题。

QE3 政策恐不会立即推出，然而宽松政策无疑将继续推行下去。市场对 QE3 的憧憬预期升温将在一定程度上影响国内股市，预计 2 月份指数将会有一定的走强机会，指数调整则是逢低吸纳的机会。





股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券有限责任公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64713795

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

